

**Tilburg University**

## **Enkele internationale monetaire konsekwenties van de eurodollarmarkt**

van Roij, G.P.L.

*Published in:*  
Maandschrift Economie

*Publication date:*  
1974

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
van Roij, G. P. L. (1974). Enkele internationale monetaire konsekwenties van de eurodollarmarkt. *Maandschrift Economie*, 38(9), 419-443.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

# ECONOMIE

Tijdschrift voor Algemeen Economische  
Bedrijfs-Economische en Sociale Vraagstukken

---

Achtendertigste jaargang

—

no. 9

—

juni 1974

---

## ENKELE INTERNATIONALE MONETAIRE KONSEKWENTIES VAN DE EUROSOLLARMARKT

door

DR. G. P. L. VAN ROIJ

### *I. Inleiding*

De Eurosollarmarkt is ontstaan op het einde van de jaren vijftig met de acceptatie van dollardeposito's door het Engelse bankwezen. Het gevolg hiervan was dat het bedoelde bankwezen tegoeden bij Amerikaanse banken ontving en aldus de mogelijkheid verkreeg om dollarkredieten te verstrekken. Met het ontstaan van deze nieuwe bancaire activiteiten wordt de Eurosollar vooral in de financiële pers geïntroduceerd en besdiscussieerd. Daarentegen valt in de internationale vakliteratuur in de eerste helft der zestiger jaren nauwelijks een boek of een artikel te ontdekken waarin één of meerdere aspecten van de Eurosollarmarkt worden beschreven of geanalyseerd. Pas geheel op het einde der zestiger jaren gaan meerdere monetaire economen zich bezinnen op het Eurosollarverschijnsel en zijn mogelijke konsekventies. De fenomenale groei van de Eurosollarmarkt en het omvangrijke gebruik van deze markt door het Amerikaanse bankwezen in de tweede helft der zestiger en in het begin der zeventiger jaren zijn waarschijnlijk niet vreemd aan deze toegenomen belangstelling. De literatuur die hiervan het resultaat is vertoont echter een merkwaardig beeld. Enerzijds bestaat er een bijzonder grote eensgezindheid tussen de verschillende auteurs voor zover zij de institutionele en technische aspecten van de Eurosollarmarkt beschrijven, anderzijds echter zijn de meningsverschillen tussen meerdere economen bijna onvoorstelbaar groot, zodra de verschillende monetaire konsekventies van de bedoelde markt worden geanalyseerd. Naar

onze mening moet dit laatste vooral verklaard worden uit het bijzonder hybride karakter van het Eurobankwezen, dat de basis vormt van de Eurodollarmarkt, en de verwoede pogingen van de meeste economen om dit bankwezen te vergelijken met de meer traditionele financiële instellingen, zoals algemene banken en spaarbanken. Zoals nog zal blijken is een zinvolle vergelijking tussen Eurobanken enerzijds en traditionele financiële instellingen anderzijds, slechts ten dele mogelijk, en dan nog onder zeer specifieke veronderstellingen.

In dit artikel zal getracht worden om enkele belangrijke monetaire consequenties van de Eurodollarmarkt te analyseren, met name die waarover de meningsverschillen het grootste zijn. De analyse zal plaatsvinden vanuit een internationaal gezichtspunt. Het is namelijk vaak onmogelijk om de bedoelde consequenties in de afzonderlijke landen nog te herkennen als een direct gevolg van de Eurodollarmarkt. Daarbij zal worden uitgegaan van de navolgende definities en veronderstellingen. Eurodollars zijn dollardeposito's die zijn geaccepteerd door banken buiten de V.S., de Eurobanken, die met de aldus verkregen middelen kredieten verlenen, al dan niet na uitzetting op de interbancaire markt. In de praktijk zijn de Eurobanken ofwel gespecialiseerde instituten, wier werkterrein beperkt is tot de bedoelde (Euro)dollaractiviteiten, (bijvoorbeeld de filialen van de Amerikaanse banken in Londen) ofwel zijn het gespecialiseerde afdelingen binnen de traditionele algemene banken in Europa, maar ook wel daarbuiten (Bahama's, Singapore, Japan). In het laatste geval vormt het Eurobankwezen dus een onderdeel, of zo men wil, een verlengstuk van het algemene bankwezen buiten de V.S. Om de werking of de consequenties van het Eurobankwezen aan te geven kan men dit dan ook presenteren als een onderdeel van het algemene bankwezen, dan wel als een afzonderlijk banksysteem voorstellen. Beide wijzen van voorstellen hebben geen enkele invloed op de uiteindelijke conclusies. We zullen dan ook die methode kiezen die voor de behandeling van de verschillende deelproblemen naar onze mening het meeste inzicht verschaft. Voor de deposanten vormt de hogere rente het meest aantrekkelijk aspect van Eurodollardeposito's in vergelijking met het rendement op een geldmarktbelegging in de V.S. of elders die qua looptijd en risico gelijkwaardig is aan een Eurodollardeposito. Voor kredietnemers bestaat de aantrekkelijkheid van Eurodollarkrediet uit de lagere kosten (en eventuele andere voorwaarden) in vergelijking met de beschikbare kredieten in dollars of in andere valuta bij financiële instellingen buiten het Eurodollarsysteem. Vanuit deze gezichtspunten is zowel de deposito- als de kredietafdeling van de Eurodollarmarkt een "elite-markt", die alleen toegankelijk is voor relatief grote deposanten en eerste klas kredietnemers. Er zal in het onderstaande verder worden uitge-

gaan van een systeem van vaste wisselkoersen, waarbij de dollar als interventie- en als reservevaluta fungeert. Deze veronderstelling impliceert dat elk aanbodoverschot van dollars buiten de V.S. zal leiden tot een toename van de officiële dollarreserves en tot de creatie van basisgeld voor eenzelfde bedrag in één of meer valuta's. Het omgekeerde geldt uiteraard in het geval van een vraagoverschot van dollars buiten de V.S. Tenslotte zal eenvoudshalve aangenomen worden dat de eventuele invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel buiten de V.S. geen invloed heeft op de bestedingen door het buitenland in de V.S. Met andere woorden: de marginale bestedingsquote van de additionele kredieten, die door het bestaan van de Eurodollarmarkt mogelijk zijn, heeft een waarde van nul. In de praktijk heeft deze quote waarschijnlijk een positieve, doch relatief lage waarde omdat de V.S. ten opzichte van de rest van de wereld een sterk gesloten volkshuishouding vormen. In vele illustraties ter verduidelijking van de werking van de Eurodollarmarkt wordt (ten onrechte) aangenomen dat de kredietnemers bij het Eurobankwezen de verkregen middelen volledig besteden in de V.S. Het feit dat voor de krediettransacties op de Eurodollarmarkt de dollar als rekeneenheid en als ruilmiddel wordt gebruikt is echter alleen een aanduiding voor het feit dat deze valuta aantrekkelijk is voor de afwikkeling van krediettransacties. Dit wil echter in het geheel niet zeggen dat de V.S. hierdoor aantrekkelijker worden dan andere landen om bestedingen te verrichten. Er is dan ook geen enkele reden om aan te nemen dat de marginale bestedingsquote van Eurodollarkrediet in de V.S. relatief hoog zou zijn in vergelijking met die van andere kredietvormen buiten de V.S.

Op basis van de gegeven supposities zal getracht worden om de navolgende punten te analyseren en zullen bovendien de belangrijkste visies die men in de literatuur ten aanzien van deze punten kan aantreffen, kort worden weergegeven:

- a) de bijdrage van de Eurodollarmarkt tot de inflatie in de wereld.
- b) de invloed van de Eurodollarmarkt op de positie van de dollar en de omvang der internationale monetaire reserves.

Ten aanzien van het eerste punt zal met name de (on)vergelijkbaarheid van het Eurobankwezen met de traditionele financiële instellingen, zoals algemene banken en spaarbanken worden benadrukt. Daarnaast zal gebruik gemaakt worden van verschillende cijfervoorbeelden ter verhoging van het inzicht. Tenslotte zal in een appendix de mogelijke feitelijke invloed van de Eurodollarmarkt ten aanzien van de behandelde punten worden aangegeven.

## II. De inflatoire invloed van de Eurodollarmarkt

### *Enkele opvattingen in de literatuur*

Om de eventuele bijdrage van de Eurodollarmarkt tot de wereldinflatie aan te geven zal worden uitgegaan van de invloed die deze markt uitoefent op het kredietpotentieel voor niet-bancaire sectoren en de benutting daarvan. Dit is immers bepalend voor de bestedingsmogelijkheden die er in wereldverband direct of indirect door de Eurodollarmarkt zijn gecreëerd of nog kunnen worden, indien het potentieel niet volledig is benut op een bepaald tijdstip. Voor zover dit probleem in de literatuur wordt behandeld vallen er twee extreme opvattingen ten aanzien van de betekenis van het Eurobankwezen te onderscheiden. Eén opvatting, die een grote internationale bekendheid heeft verworven door Friedman <sup>1)</sup>, stelt dat het Eurobankwezen in wereldverband zinvol vergeleken kan worden met een systeem van algemene banken in een gesloten volkshuishouding. In deze visie staat de krediet- en liquiditeitscreatie binnen het Eurodollarsysteem dan ook centraal, getuige o.a. de volgende uitspraak van Friedman: "Eurodollars, . . . are mostly the product of the bookkeeper's pen - that is, the result of fractional-reserve banking." <sup>2)</sup> De krediet- en liquiditeitscreatie op de Eurodollarmarkt is in deze visie volledig identiek met die, welke mogelijk is door de algemene banken in een gesloten economie. Deze kan worden aangegeven met behulp van een kredietmultiplicator. In zijn meest eenvoudige vorm kan deze geschreven worden als  $\frac{1}{b+pc}$ , waarin b de marginale chartale geldquote voorstelt, c de marginale girale geldquote en p de kasquote aangeeft die de algemene banken aanhouden tegenover de direct opeisbare tegoeden. Aangezien de chartale opvragingen bij het Eurobankwezen nihil zijn (hetgeen dus impliceert dat  $b=0$  en  $c=1$ ), vormt de binding van kasreserves bij het Eurobankwezen, in de visie van Friedman, de enige beperking voor de krediet- en liquiditeitscreatie. Alléén de kasquote die tegenover de Eurodollars wordt aangehouden is bepalend voor de kredietmultiplicator op de Eurodollarmarkt. Bij een kaspercentage van 10 zal een autonome toename van de Eurodollardeposito's met 100 (waardoor de kasreserves der Eurobanken dus met dit bedrag stijgen) een kredietverlening en een daardoor geïnduceerde toename van Eurodollars met een bedrag ad 900 mogelijk zijn. Het geheel der transacties kan met behulp van de naaststaande balansmutaties worden weergegeven.

<sup>1)</sup> M. Friedman, *The Euro-Dollar Market, Some First Principles*, *The Morgan Guaranty Survey*, Morgan Guaranty Trust Company, New York, oktober, 1969.

<sup>2)</sup> Friedman, blz. 4.

D	U.S. banken	C	D	Eurobanken	C
	tegoeden Eurobanken + 100		tegoeden bij U.S. banken + 100	Eurodollar- deposito's + 100	
	overige tegoeden — 100		debiteuren + 900	Eurodollar deposito's + 900	

De autonome Eurodollardeposito's zijn hierbij gelijk aan de kasreserves (tegoeden bij U.S.banken) der Eurobanken. Deze zijn gefinancierd met tegoeden bij de Amerikaanse banken. Voor zover de verplichtingen van het Eurobankwezen hoger zijn dan de kasreserves zijn deze het resultaat van de kredietverlening der Eurobanken en dragen dan ook een afgeleid karakter. Noch de kredietcapaciteit van het U.S. bankwezen, noch het kredietpotentieel bij financiële instellingen buiten het Eurodollarsysteem, worden door de bedoelde transacties beïnvloed. Om de invloed van de Eurodollarmarkt op de wereldinflatie aan te geven, in de door ons bedoelde zin, behoeft men slechts te beschikken over de balansstructuur van het Eurobankwezen. Deze bevat in een benadering à la Friedman voldoende gegevens om de vergroting van het beschikbare kredietpotentieel voor de niet-bancaire sectoren in de wereld te bepalen.

Een andere extreme opvatting, die met name door Klopstock en Mayer<sup>3)</sup> wordt verdedigd stelt dat het Eurobankwezen in wereldverband goed vergeleken kan worden met een spaarbanksysteem in een gesloten economie. Eurodollars komen tot stand, zoals de laatstgenoemde auteur opmerkt, na "... a conscious act of lending in the sense that they entail the conversion of money into an asset which cannot be used as such for payments purposes and which has to be converted back into money if a payments need should arise" <sup>4)</sup>. Eurodollars zijn in deze visie in hoge mate vergelijkbaar met spaardeposito's. De aantrekking van spaargelden door spaarbanken leidt tot een vergroting van de kredietcapaciteit van de spaarbanken, maar tast de kredietcapaciteit van de algemene banken niet aan, onder de veronderstelling dat alle transacties der spaarbanken op girale wijze worden gefinancierd. Aangezien spaardeposito's niet-monetaire schuldtitels vormen, heeft de kredietverlening door spaarbanken geen directe invloed op de omvang van de spaardeposito's. Dit impliceert dat elk krediet de liquide middelen der spaarbanken zal aantasten voor het volle bedrag. In monetair opzicht betekent dit dat de

<sup>3)</sup> F. H. Klopstock, Money Creation in the Eurodollar Market. A Note on Professor Friedman's View, *Monthly Review* Federal Reserve Bank of New York, januari 1970.

H. W. Mayer, Multiplier Effects and Credit Creation in the Euro-dollar Market, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, maart 1971.

<sup>4)</sup> Mayer, blz. 242.

kredietbemiddelende functie van de spaarbanken centraal staat. Gegeven een bepaalde omloopsnelheid van de geldhoeveelheid en/of liquiditeitenmassa, zorgen de spaarbanken er voor dat deze omloopsnelheid op peil blijft en niet daalt als gevolg van de gevormde financiële besparingen. Daarmee bezitten de spaarbanken in principe een neutraal karakter vanuit een monetair gezichtspunt. Indien echter de spaarbanken een snellere groei vertonen dan de geldscheppende instituties, is het neutrale karakter der spaarbanken niet meer aanwezig. In zo'n situatie, die met name actueel kan worden in tijden dat het algemene bankwezen onderworpen is aan kredietrestricties, hebben de spaarbank-activiteiten een invloed op de omloopsnelheid van het geld of van de liquiditeitenmassa.<sup>5)</sup> Afgezien van deze complicatie blijft echter het monetair neutrale karakter van de kredietbemiddelende functie der spaarbanken in principe gehandhaafd. Dit impliceert tevens dat alle spaardeposito's een autonoom karakter dragen, in die zin dat zij niet het directe resultaat zijn van de kredietactiviteiten van de bedoelde instellingen.

Op geheel analoge wijze beredeneren Klopstock en Mayer (en hun aanhangers) dat alle Eurodollardeposito's een autonoom karakter dragen en dat de kredietverlening der Eurobanken de liquide middelen van het Eurobankwezen aantast voor het volle bedrag. Daardoor bestaat evenmin een mogelijkheid tot krediet- en liquiditeitscreatie voor het Eurobankwezen. In monetair opzicht betekent dit dat de kredietbemiddeling door de Eurobanken centraal staat en dat deze in principe neutraal is. Door de activiteiten van de Eurobanken worden otoppottingen voorkomen, evenals het geval is door de activiteiten van spaarbanken. Een autonome toename van de Eurodollardeposito's met een bedrag ad 100, leidt tot een additionele kredietverlening die maximaal 90 bedraagt (bij een kaspercentage der Eurobanken van 10). De daarmee samenhangende balansmutaties vertonen in deze visie het volgende beeld.

D	U.S. bankwezen	C	D	Eurobanken	C
	tegoeden van Eurobanken + 100		tegoeden bij U.S. banken + 100	Eurodollars	+ 100
	overige tegoeden — 100				
	tegoeden van Eurobanken — 90		tegoeden bij U.S. banken — 90		
	overige tegoeden + 90		debiteuren + 90		

<sup>5)</sup> J. J. Sijben, Near-banking en monetair beleid, *Economisch Kwartaaloverzicht*, Amsterdam-Rotterdam Bank, december 1972.

De twee gepresenteerde opvattingen omtrent de aard van het Eurobankwezen komen op één punt met elkaar overeen. In beide visies namelijk heeft de vorming van de autonome Eurodollars en de daardoor mogelijke kredietverlening geen enkele invloed op het kredietaanbod van de financiële instellingen buiten het Eurodollarsysteem. Daarentegen staan beide visies diametraal tegenover elkaar met betrekking tot het kredietpotentieel dat in de vrije kasreserves van het Eurobankwezen is belichaamd. Bij Friedman bedraagt dit kredietpotentieel een veelvoud van de betreffende kasreserves, terwijl bij Klopstock en Mayer dit kredietpotentieel gelijk is aan de omvang van vrije kasreserves. In de eerstgenoemde visie heeft de kredietmultiplicator een extreem hoge waarde namelijk  $\frac{1}{p}$ , waarin  $p$  slechts een fractie van 1 is. In de tweede opvatting heeft de kredietmultiplicator een waarde van 1, hetgeen hier geïnterpreteerd kan worden als een onmogelijkheid tot kredietcreatie door het Eurobankwezen.

Een aantal andere auteurs dan de eerdergenoemde neemt een middenpositie in tussen de twee gegeven extreme opvattingen.<sup>6)</sup> Deze middenpositie komt met name naar voren in de vorm van een afwijkend standpunt ten aanzien van de betekenis van de kredietmultiplicator in het Eurodollarsysteem, maar niet of nauwelijks ten aanzien van de te gebruiken overschotreserve bij het Eurobankwezen, waarin het kredietpotentieel is belichaamd. Het is echter bijzonder moeilijk om deze auteurs precies te interpreteren. In hun studies zijn de gehanteerde veronderstellingen vaak niet of niet volledig aangegeven en hun conclusies zijn soms op een globale wijze geformuleerd dan wel gebaseerd op een enkel cijfervoorbeeld.

### *Enkele kritische kanttekeningen*

Ter beschrijving van de activiteiten van het Eurobankwezen bestaan er geen *principiële* bezwaren om dit bankwezen te vergelijken met andere, traditionele financiële instellingen, zoals algemene banken of spaarbanken. Eurodollardeposito's vormen voor de houders een kortlopende belegging van liquide middelen. Als zodanig kunnen zij niet beschouwd worden als een primaire liquiditeit en ook niet als een spaardeposito. Voor zover zij worden aangehouden door niet-bancaire economische subjecten dragen zij in zeer sterke mate het karakter van een secundaire liquiditeit, die te vergelijken is met termijndeposito's in vele valuta's bij

<sup>6)</sup> Zie bijvoorbeeld: F. Machlup, Euro-dollar Creation, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, september, 1970 en van dezelfde auteur: The Magicians and Their Rabbits, *The Morgan Guaranty Survey*, mei, 1971.



de algemene banken in even zovele landen. Vanuit dit oogpunt kent een vergelijking van het Eurobankwezen zowel met een systeem van algemene banken als met een spaarbanksysteem zijn beperkingen. Naar onze mening echter staat met betrekking tot de aard der verplichtingen, voor zover deze betrekking hebben op niet-bancaire sectoren, het Eurobankwezen dichter bij een systeem van algemene banken, dan bij spaarbanken. Het verschil tussen zichtdeposito's en termijndeposito's is geringer dan tussen termijndeposito's en spaardeposito's. Zowel vanuit een micro- als vanuit een macro-economisch oogpunt is er een hoge mate van substitueerbaarheid tussen de termijndeposito's en zichtdeposito's. Vanuit dezelfde gezichtspunten echter zijn de substitutiemogelijkheden tussen spaardeposito's en termijndeposito's aanzienlijk geringer. Het "geldkarakter" van de verplichtingen der Eurobanken is dan ook groter dan het "geldkarakter" van spaardeposito's. Met betrekking tot de aard der bedoelde verplichtingen is het Eurobankwezen dan ook beter vergelijkbaar met een systeem van algemene banken dan met spaarbanken. Geheel anders echter is het gesteld met de vergelijkbaarheid van het Eurobankwezen met betrekking tot de krediet- en liquiditeitscreatie. De mogelijkheid tot kredietcreatie door de Eurobanken is geheel afhankelijk van de mate waarin een kredietverlening resulteert in een toename der verplichtingen. En dit wordt bepaald door het marginale aandeel van de betreffende verplichtingen in de totale liquiditeitenmassa. Voor zover Eurodollars in handen zijn van niet-bancaire economische subjecten, moet geconcludeerd worden dat deze in wereldverband, maar ook in nationaal verband, slechts enkele procenten van de liquiditeitenmassa uitmaken. Dit betekent dat de verleende kredieten door het Eurobankwezen slechts voor een fractie van het kredietbedrag zullen resulteren in een toename van Eurodollardeposito's. Maar voor praktisch het volle bedrag zal de liquiditeit van de Eurobanken aangetast worden, niet vanwege de chartale opvragingen bij de Eurobanken, maar vanwege de afvloeiing van liquide middelen naar de financiële instellingen buiten het Eurodollarsysteem. Dit wordt door Friedman geheel over het hoofd gezien, terwijl dit er juist de oorzaak van is dat de kredietcreatie op de Eurodollarmarkt van een te verwaarlozen betekenis is. Friedman's visie zou daarentegen geheel juist zijn in een wereld waarin de toename van de liquiditeitenmassa alleen in de vorm van Eurodollars plaatsvindt en waarin noch voor chartaal geld, noch voor giraal geld, in welke valuta dan ook, ruimte is. Men kan het ook anders formuleren: Friedman vergelijkt het Eurobankwezen in wereldverband met een systeem van algemene banken in een gesloten economie, waarin alléén maar giraal geld bestaat en waarin er geen enkele behoefte is aan chartaal geld. Het feit dat het Eurobankwezen niet geconfronteerd wordt met chartale op-

vragingen zegt in het geheel niets - in tegenstelling tot Friedmans' opvattingen - over de eventuele mogelijkheid tot kredietcreatie of de feitelijke betekenis daarvan binnen het Eurodollarsysteem. De chartale opvragingen zijn voor het Eurobankwezen, met betrekking tot de mogelijkheid tot kredietcreatie, even irrelevant als bij een spaarbanksysteem. Als alle transacties der spaarbanken gefinancierd worden op girale wijze, hetgeen zowel in theorie als in de praktijk denkbaar is, wil dit nog niet zeggen dat spaarbanken kredietcreërende instellingen zijn! Van kredietcreatie kan alleen maar sprake zijn voor zover de kredietverlening resulteert in een toename der verplichtingen van de kredietverlenende instituten. Voor de algemene banken in een gesloten economie zijn in dit verband de binding van kasreserves en de chartale opvragingen relevant. Voor de spaarbanken en de Eurobanken echter doet het er niet toe of de kredietnemers op chartale of op girale wijze beschikken over de verleende kredieten. In beide gevallen wordt de liquiditeit van deze instellingen aangetast voor hetzelfde bedrag als de verleende kredieten. Een toename van de verplichtingen blijft dan ook achterwege. Bij spaarbanken is het illiquide karakter der spaardeposito's hiervan de oorzaak, terwijl bij Eurobanken het relatief geringe aandeel van de Eurodollars in de liquiditeitenmassa hiervoor verantwoordelijk is. Met betrekking tot de (on)mogelijkheid voor kredietcreatie kan het Eurobankwezen dan ook bijzonder goed vergeleken worden met een spaarbanksysteem, zij het dan ook op basis van geheel verschillende overwegingen. Deze overeenkomst mag echter niet tot de conclusie leiden dat beide banksystemen ook in monetair dezelfde betekenis hebben. Dit zal in de onderstaande paragraaf worden aangetoond.

### *Het hybride karakter der Eurobanken*

Een vergelijking van het Eurobankwezen in wereldverband met een spaarbanksysteem in een gesloten economie vertoont vanuit monetair oogpunt bijzonder veel beperkingen en is in het algemeen dan ook niet geschikt om de monetaire betekenis van de Eurodollarmarkt aan te geven. Er vinden op de Eurodollarmarkt vele soorten transacties plaats die in een gesloten economie in theorie ook denkbaar zijn voor een spaarbanksysteem, maar die in de praktijk niet worden gerealiseerd. Hiervoor zijn verschillende oorzaken aan te geven. In de eerste plaats kan hierbij gedacht worden aan het feit dat de U.S. dollar op grote schaal gebruikt wordt als reservevaluta enerzijds en als financieringsvaluta voor het internationale goederen-, diensten- en kapitaalverkeer anderzijds. Bij afwezigheid van de Eurodollarmarkt zouden de monetaire autoriteiten hun valuta-reserves dienen aan te houden in de vorm van

een belegging op de U.S. geldmarkt. Eurodollars echter vormen in velerlei opzicht een volwaardig substituut voor U.S. geldmarktpapier. In de praktijk houden vele centrale banken hun deviezenreserves dan ook ten dele aan in de vorm van Eurodollars. Naast reservevaluta wordt de U.S. dollar echter buiten de V.S. ook op grote schaal gebruikt als ruilmiddel en rekeneenheid in de internationale handel van goederen en diensten. Dit impliceert dat er voor vele ondernemingen buiten de V.S. omvangrijke inkomende en uitgaande geldstromen bestaan die in dollars luiden. Gezien het feit dat deze in de praktijk niet volledig synchroom verlopen, bestaat de noodzaak om kasvoorraden aan te houden in dollarvorm. Bij afwezigheid van de Eurodollarmarkt zouden de betreffende liquide middelen aangehouden moeten worden in de vorm van tegoeden bij de U.S. banken, dan wel in de vorm van andere liquide schuldtitels in de V.S. Door het bestaan van Eurodollars echter en mede gezien de relatieve aantrekkelijkheid van Eurodollars, kunnen deze ten dele de functie van U.S. dollars overnemen voor de bedoelde ondernemingen buiten de V.S. Hetzelfde kan gezegd worden van de dollardeposito's bij het Eurobankwezen die worden aangehouden door U.S. ingezetenen. Ook voor hen kunnen Eurodollars gedeeltelijk een substituut zijn voor tegoeden bij Amerikaanse banken of andere kortlopende U.S. schuldtitels.

Voor de bovenstaande categorieën houders van Eurodollars zijn deze schuldtitels dus een substituut voor U.S. dollars. Met andere woorden: bij het Eurobankwezen worden middelen aangehouden, die bij afwezigheid van dit bankwezen, aangehouden zouden worden in de V.S. en niet bij financiële instellingen buiten de V.S. Voorzover Eurodollars een substituut zijn voor U.S. dollars gaat de vorming ervan gepaard met overheveling van U.S. dollars naar het Eurobankwezen. Als we afzien van de binding van dollars als kasreserve bij het Eurobankwezen zullen de betreffende dollars echter volledig afvloeien naar de officiële reserves der centrale banken. Er is immers verondersteld dat er geen additionele bestedingen in de V.S. plaatsvinden. Dit betekent dat het Eurobankwezen zelf, diens kredietnemers dan wel de ontvangers der dollars na één of meer bestedingsronden de dollars zullen verkopen op de valutamarkt. Omdat tegenover het toegenomen aanbod van dollars buiten de V.S. geen additionele behoefte aan U.S. dollars als vermogensactivum ontstaat moeten de monetaire autoriteiten de dollars opkopen om de koersen stabiel te houden. Men kan in dit verband een vergelijking maken met de monetaire ontwikkeling in het binnenland. Indien er in een gesloten economie in eerste instantie alleen maar chartaal geld circuleert en er ontstaat hiervoor vervolgens een aantrekkelijk substituut in de vorm van giraal geld door de ontwikkeling van algemene banken, -

die echter geen kasreserves behoeven aan te houden - dan resulteert er een aanbodoverschot van chartaal geld. Het "overtollige" chartale geld zal dan volledig terugvloeien naar de emittent. Met betrekking tot de eerder bedoelde Eurodollar deposito's is het in wezen niet anders. Deze Eurodollars zijn een substituut voor U.S. dollars. Daardoor ontstaat er buiten de V.S. een aanbodoverschot van U.S. dollars voor eenzelfde bedrag. Het is echter niet de emittent van de U.S. dollar die het aanbodoverschot moet opnemen, maar de centrale banken, gezien het veronderstelde systeem van vaste wisselkoersen en de functie van de dollar als reservevaluta. De aankoop van dollars door de centrale banken gaat echter gepaard met de creatie van basisgeld in andere valuta's dan de dollar, waardoor de liquiditeit van het algemene bankwezen toeneemt. Wellicht kan een eenvoudig cijfervoorbeeld verhelderend werken. We zullen hierbij gemakshalve aannemen dat de kredietverlening der algemene banken alleen resulteert in geldcreatie, dat noch de Eurobanken noch de algemene banken kasreserves aanhouden tegenover hun verplichtingen, en dat de marginale chartale en girale geldquote buiten de V.S. beiden een waarde van 0,5 bezitten. De vorming van Eurodollars die een substituut zijn voor U.S. dollars voor een bedrag van 100 (waarvan bijvoorbeeld 20 door monetaire autoriteiten) en de benutting van het kredietpotentieel dat hierdoor ontstaat resulteert dan uiteindelijk in de onderstaande balansmutaties bij de verschillende banksystemen.

D	U.S. banken	C	D	Eurobanken	C
	tegoeden van ingezetenen, monetaire autoriteiten en niet- ingezetenen — 100		tegoeden bij U.S. banken + 100	Eurodollar- deposito's + 100	
	tegoeden Eurobanken + 100				
	tegoeden van Eurobanken — 100		tegoeden bij U.S. banken — 100		
	tegoeden van monetaire autoriteiten + 100		debiteuren + 100		

D		algemene banken	C	D		monetaire autoriteiten	C
kas	+ 100	crediteuren	+ 50	tegoeden bij U.S. banken	— 20		
kas	— 50			tegoeden bij Eurobanken	+ 20		
kas	— 50	crediteuren	+ 50	tegoeden bij U.S. banken	+ 100	bankbiljetten in circulatie	+ 100
debiteuren	+ 100						

De bedoelde Eurodollardeposito's ad 100 leiden tot een vergroting van het kredietpotentieel ad 200 bij het Eurobankwezen en de algemene banken tezamen maar er is geen sprake van krediet- en geldcreatie door de Eurobanken! De invloed die er van de activiteiten van het Eurobankwezen uitgaat op de algemene banken, is niet aanwezig bij een "normaal" spaarbanksysteem in een gesloten economie. Wil men echter persé een vergelijking maken tussen de Eurobanken en de spaarbanken dan is dit toch wel mogelijk. Maar dan moet dat wel gebeuren met een spaarbanksysteem waarbij de spaardeposito's gevormd worden door centrale banken en/of spaardeposito's die gefinancierd worden met chartale oppottingen. Indien de bedoelde spaardeposito's gevormd worden voor een bedrag ad 100 door monetaire autoriteiten en als het daaruit resulterende kredietpotentieel volledig wordt benut, zullen de onderstaande balansmutaties optreden.

D		monetaire autoriteiten	C	D		spaarbanken	C
tegoeden bij spaarbanken	+ 100	bankbiljetten in circulatie	+ 100	kas	+ 100	spaar-deposito's	+ 100
				kas	— 100		
				debiteuren	+ 100		

D		algemene banken	C
kas	+ 50	crediteuren	+ 50
kas	— 50	crediteuren	+ 50
debiteuren	+ 100		

Uit de vergelijking der balansmutaties blijkt dat de bedoelde Eurodollardeposito's eenzelfde monetaire betekenis hebben als de bedoelde spaardeposito's. Deze betekenis gaat hier echter veel verder dan alleen het kredietbemiddelende aspect der Eurobanken en spaarbanken maar strekt zich ook uit tot de krediet- en liquiditeitscreatie der algemene banken. Deze zou immers zonder de bedoelde Eurodollars c.q. spaardeposito's niet mogelijk zijn geweest.

Een geheel andere categorie Eurodollars dan de eerder genoemde, zijn de Eurodollars die een belegging vormen van de vrije kasreserves der algemene banken buiten de V.S. Deze worden door de vorming van Eurodollars overgeheveld naar het Eurobankwezen. Het Eurobankwezen dat deze vrije kasreserves dus ontvangt kan deze vervolgens doorgeven aan andere banken ter kredietverlening aan niet-bancaire sectoren, of kan ook zelf deze kredieten verlenen. Indien het algemene bankwezen in wereldverband zijn vrije kasreserves belegt bij het Eurobankwezen, dat vervolgens kredieten verstrekt aan de niet-bancaire sectoren, dan zal dit uiteindelijk gepaard gaan met chartale opvragingen en een toename van de zichtdeposito's bij de algemene banken. Op exact dezelfde wijze zou dit gebeuren indien de algemene banken zelf de kredieten aan eindgebruikers verleend zouden hebben.

Handhaven we dezelfde veronderstellingen als in het voorgaande cijfervoorbeeld en gaan we uit van vrije kasreserves bij de algemene banken die een omvang van 50 hebben, dan kunnen hiermee Eurodollars gevormd worden tot een bedrag van 100. De kasreserves der algemene banken worden immers alleen aangetast voorzover de debiteuren van de Eurobanken op chartale wijze zullen beschikken over de kredieten. Aangezien dit slechts voor de helft van de verleende kredieten het geval is kunnen Eurodollardeposito's gevormd worden tot een bedrag ad 100 en kan het Eurobankwezen tot eenzelfde bedrag kredieten verstrekken. De met de verschillende transacties samenhangende balansmutaties zijn hieronder aangegeven.

D		algemene banken		C	D		Eurobanken		C
tegoeden bij Eurobanken		+ 100			debiteuren		+ 100		Eurodollars + 100
kas		— 50		crediteuren + 50					

De kredietverlening door de Eurobanken zou in principe ook mogelijk zijn geweest door het algemene bankwezen. Deze zou daar dan ook hebben geleid tot een daling van de kasvoorraden en tot een stijging van de post crediteuren.

Vanuit monetair oogpunt verandert er niets indien het Eurobankwezen alleen maar als intermediair optreedt tussen de algemene banken van verschillende landen. In dat geval zorgt het Eurobankwezen ervoor dat een reeds beschikbaar kredietpotentieel bij één of meerdere banken, dat echter niet benut wordt of kan worden, overgeheveld wordt naar algemene banken, die wel in staat zijn om dit te benutten. De hier bedoelde transacties van het Eurobankwezen hebben echter geen invloed op de omvang van het kredietpotentieel in wereldverband, maar zij zorgen ervoor dat een gegeven kredietpotentieel maximaal benut wordt. In een gesloten economie wordt deze functie uitgeoefend door de binnenlandse geldmarkt (voor zover aanwezig) maar niet door spaarbanken. Wil men echter opnieuw een vergelijking met een spaarbanksysteem maken, dan moet men zich een spaarbanksysteem voorstellen, waarbij de algemene banken kredieten verlenen aan spaarbanken tot een bedrag dat de vrije kasreserves van het algemene bankwezen voortdurend nihil zijn. De spaarbanken dienen dan kredieten te verlenen aan de niet-bancaire sectoren. Op basis van gegeven veronderstellingen ten aanzien van de vrije kasreserves der algemene banken en de chartale en girale geldquote zouden in een dergelijke situatie de onderstaande balansmutaties optreden.

D		algemene banken		C	D		spaarbanken		C
tegoeden bij spaarbanken	+ 100				debiteuren	+ 100	spaar-tegoeden	+ 100	
kas	— 50		crediteuren	+ 50					

Het is echter zonder meer duidelijk dat een traditioneel spaarbanksysteem in een gesloten economie niet in staat is de geldmarktfunctie te vervullen, zoals het Eurobankwezen dat wel kan en in feite ook doet in wereldverband. Noch de door de spaarbanken geëmitteerde schuldtitels, noch de aard van de kredieten die spaarbanken verlenen, maken de spaarinstituten geschikt om de bedoelde functie uit te oefenen. Integendeel: in vele volkshuishoudingen zijn het juist de schuldtitels der algemene banken die een geschikte belegging kunnen zijn voor de vrije kasreserves van spaarbanken.

Naast de Eurodollardeposito's die als een substituut voor U.S. dollars fungeren en de Eurodollars die een belegging zijn van de vrije kasreserves der algemene banken, kan men nog een derde categorie Eurodollars onderscheiden. Dit zijn die Eurodollars die voor de houders een substituut zijn voor zicht- of termijndeposito's in een andere valuta dan

de dollar. De vorming van deze Eurodollardeposito's doet de kredietcapaciteit van het Eurobankwezen uitbreiden en die van de algemene banken inkrimpen voor hetzelfde bedrag. Beziat men het Eurobankwezen als een onderdeel of een verlengstuk van het algemene bankwezen buiten de V.S., dan kan men ook stellen dat het belangrijkste gevolg van deze Eurodollars gelegen is in de verandering van de samenstelling der verplichtingen der algemene banken. Zij krijgen meer verplichtingen in dollars en minder in binnenlandse valuta's. In balansmutaties weergegeven, hebben Eurodollars voor een bedrag ad 100, die een substituut zijn voor termijndeposito's in binnenlandse valuta, de onderstaande gevolgen.

algemene banken				Eurobanken			
D			C	D			C
debiteuren	— 100	termijn-deposito's	— 100	debiteuren	+ 100	Eurodollars	+ 100

Opnieuw zijn de vergelijkingsmogelijkheden van het Eurobankwezen met een spaarbanksysteem zeer beperkt. De uitbreiding van het kredietpotentieel van de Eurobanken gaat gepaard met een inkrimping van dit potentieel bij de algemene banken. De reden hiervan is dat een grotere behoefte aan Eurodollars bij de niet-bancaire economische subjecten gepaard gaat met een geringere behoefte aan termijndeposito's in binnenlandse valuta. Wil men echter in dit verband een vergelijking maken tussen een spaarbanksysteem en het Eurobankwezen, dan kan dit alleen met een spaarbanksysteem waarvan de geëmitteerde schuldtitel een substituut vormt voor de termijndeposito's bij de algemene banken. In dat geval zal namelijk een grotere behoefte aan spaardeposito's gepaard gaan met een geringere behoefte aan termijndeposito's. De omvang van de door de economische subjecten aangehouden middelen bij de algemene banken daalt, waardoor de kredietcapaciteit eveneens daalt; in plaats daarvan houden de economische subjecten hun liquide middelen aan in de vorm van spaardeposito's, die de kredietcapaciteit van de spaarbanken doen toenemen. Onder invloed van dit substitutieproces zullen zich dan de navolgende balansmutaties voordoen.

algemene banken				spaarbanken			
D			C	D			C
debiteuren	— 100	termijn-deposito's	— 100	debiteuren	+ 100	spaar-deposito's	+ 100



Voor zover spaardeposito's een substituut zijn voor de geëmitteerde schuldtitels der algemene banken, zijn de hier bedoelde Eurodollardeposito's en hun konsekwenties exact vergelijkbaar met deze spaardeposito's. De aard der spaardeposito's en de betekenis van een spaarbanksysteem wordt echter meestal op een andere wijze voorgesteld. De toename der spaardeposito's is immers afhankelijk van de gevormde financiële besparingen en *onafhankelijk* van de geldhoeveelheid en/of liquiditeitenmassa. Een grotere behoefte aan spaardeposito's gaat dan niet gepaard met een geringere behoefte aan chartaal of giraal geld en/of termijndeposito's. In dat geval leidt een vergroting van het kredietaanbod der spaarbanken niet tot een geringer kredietpotentieel van de algemene banken. Dit laatste blijft dan onaangetast. De vergelijking tussen Eurobanken en spaarbanken is dan ook alleen maar op een zinvolle wijze mogelijk, voor zover de spaardeposito's in handen zijn van niet-bancaire economische subjecten en dan alleen nog maar als deze deposito's door de houders beschouwd worden als een substituut voor zicht- en/of termijndeposito's bij de algemene banken. Voor zover Eurodollars echter een tijdelijke belegging van liquide middelen vormen, en spaardeposito's niet, is het onmogelijk om het Eurobankwezen op een zinvolle wijze te vergelijken met een traditioneel spaarbanksysteem.

Het voorgaande moge een indruk geven omtrent het bijzondere hybride karakter van het Eurobankwezen en de zeer geringe mogelijkheden om dit te vergelijken met de traditionele financiële instellingen zoals algemene banken en spaarbanken. In monetair opzicht is de invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel en de benutting daarvan van een fundamentele betekenis. Om dit aan te geven zijn verschillende soorten Eurodollardeposito's onderscheiden:

a) Eurodollars die een substituut zijn voor U.S. dollars. Deze deposito's bij het Eurobankwezen die worden aangehouden door monetaire autoriteiten, ingezetenen en niet-ingezetenen van de V.S. vergroten het kredietpotentieel met een veelvoud van de bedoelde deposito's.

b) Eurodollars die een belegging vormen voor vrije bancaire kasreserves van algemene banken. Deze deposito's hebben in principe geen invloed op het beschikbare kredietpotentieel, maar zijn van essentiële betekenis voor de *benutting* ervan.

c) Eurodollars die een belegging zijn van liquide middelen in een andere valuta dan de dollar en die in handen zijn van niet-bancaire instellingen. Deze Eurodollars hebben primair alleen een invloed op de samenstelling van de verplichtingen der algemene banken buiten de V.S.

Geen enkele categorie Eurodollars is echter in monetair opzicht vergelijkbaar met spaardeposito's bij "normale" spaarbanken. De categorie deposito-houders bij het Eurobankwezen is immers voor een groot gedeelte een geheel andere dan die bij spaarbanken en de aard van de geëmitteerde schuldtitle is eveneens anders. Eurodollars zijn in het algemeen immers geldmarktbeleggingen terwijl spaardeposito's voor de houders in sterke mate het karakter van een kapitaalmarktbelegging dragen. De genoemde factoren zijn de fundamentele oorzaken voor de reeds eerder gesignaleerde onmogelijkheid voor een zinvolle vergelijking.

### III. *De invloed van de Eurodollarmarkt op de positie van de dollar en de officiële deviezenreserves*

#### *Eurodollars en de U.S. verplichtingen aan buitenlandse monetaire autoriteiten*

Om de invloed van de Eurodollarmarkt op de positie van de dollar aan te geven is het noodzakelijk om een of andere indicator te hanteren die een uitdrukking vormt voor de sterkte van de dollar. Hiervoor zal gebruikt worden de verhouding tussen de U.S. reserves en het officiële buitenlandse dollarbezit (de kortlopende U.S. verplichtingen aan buitenlandse monetaire autoriteiten). Als verondersteld wordt dat de goudopvragingen der centrale banken in de loop der tijd niet zijn beïnvloed door de ontwikkelingen op de Eurodollarmarkt, dan moet dus worden nagegaan welke invloed de Eurodollarmarkt heeft op het officiële dollarbezit. In de literatuur waar dit vraagstuk aan de orde komt is opvallend de eenzijdige nadruk die wordt gelegd op de betekenis van de Eurodollardeposito's die worden aangehouden door de centrale banken.<sup>7)</sup> Voor een individuele centrale bank is een Eurodollardeposito bijna een perfect substituut voor een belegging in U.S. schatkistpapier, deposito's bij U.S. banken of ander geldmarktpapier in de V.S. Het aantrekkelijk element om de dollarreserves (ten dele) aan te houden in de vorm van Eurodollars is gelegen in het feit dat deze een hogere rente opleveren in vergelijking met beleggingen op de U.S. geldmarkt. In de praktijk houden vele centrale banken hun deviezenreserves dan ook ten dele aan in de vorm van Eurodollars. Dit feit doet een aantal auteurs concluderen dat door het bestaan van de Eurodollarmarkt de positie van de dollar is verbeterd. De bewuste monetaire autoriteiten hebben immers dollars

<sup>7)</sup> Zie bijvoorbeeld: H. Christie, Eurodollars and the Balance of Payments, in E. Chalmers (ed) *Readings in the Eurodollar*, 1969, en W. Schäfer, *Der Euro-Dollarmarkt*, Kieler Studien, nr. 120, 1971.

vervangen door Eurodollars en mitsdien hebben de U.S. verplichtingen aan de buitenlandse centrale banken in deze visie een geringere omvang, in vergelijking met een situatie waarbij de Eurodollarmarkt niet zou bestaan.

Deze gedachtengang is fundamenteel onjuist. Bij het in de inleiding veronderstelde systeem van vaste wisselkoersen, waarbij de dollar als officiële reservevaluta fungeert, is het officiële dollarbezit, bij een gegeven omvang van de overige reservecomponenten, geheel afhankelijk van de U.S. tekorten enerzijds en de buitenlandse behoefte aan dollars bij anderen dan de monetaire autoriteiten anderzijds. De betekenis van de Eurodollarmarkt in dit verband is afhankelijk van de invloed die deze markt uitoefent op de twee genoemde grootheden. De Eurodollarmarkt genereert enerzijds een vraag naar, anderzijds echter ook een aanbod van U.S. dollars buiten de V.S. Resulteert er per saldo een aanbodoverschot (vraagoverschot) dan impliceert dit dat het officiële dollarbezit groter (geringer) is, in vergelijking met een situatie waarbij de Eurodollarmarkt niet zou bestaan. Een en ander zal in het onderstaande nader uitgewerkt worden.

De Eurodollarmarkt genereert een vraag naar dollars bij het Eurobankwezen en diens kredietnemers. De Eurobanken dienen namelijk hun kasreserve tegenover hun verplichtingen aan te houden (in elk geval gedeeltelijk) in de vorm van tegoeden bij U.S. banken. Deze behoefte aan dollars wordt typisch veroorzaakt door de Eurodollardeposito's en zou niet bestaan bij afwezigheid van dergelijke deposito's. Ook Eurodollarkredieten creëren een vraag naar dollars. Op elk moment zullen er immers bij het U.S. bankwezen tegoeden bestaan, die in handen zijn van niet-ingezetenen, die het gevolg zijn van verleende kredieten door Eurobanken, maar waarover nog niet is beschikt door de kredietnemers. Op elk moment zullen er ook tegoeden in handen van niet-ingezetenen bestaan, waarmee vroeger ontvangen kredieten afgelost dienen te worden. Er bestaat aldus een behoefte aan dollars bij het Eurobankwezen en diens kredietnemers en deze geïnduceerde vraag naar dollars is specifiek het gevolg van de Eurodollarmarkt. Men kan voor de bedoelde vraag naar dollars ook in een binnenlands financieel systeem een overeenkomst vinden. Indien bijvoorbeeld spaarbanken kasreserves aanhouden tegenover hun verplichtingen in de vorm van zichtdeposito's bij de algemene banken, dan genereren deze spaardeposito's een behoefte aan giraal geld tot een bedrag dat als kasreserve bij de spaarbanken gewenst of noodzakelijk is. Ook de post debiteuren bij de spaarbanken wordt ten dele weerspiegeld in de zichtdeposito's bij de algemene banken, namelijk voor zover de kredietnemers nog niet hebben gedisponeerd over hun krediet dan wel voor zover tegoeden bij algemene

banken worden geaccumuleerd ter aflossing van kredieten bij spaarbanken. Met andere woorden het activabedrijf der spaarbanken genereert een vraag naar giraal geld, die een fractie is van het balanstotaal der spaarbanken, maar die er niet zou zijn als de bedoelde instituties niet zouden bestaan. Op geheel analoge wijze genereert het activabedrijf der Eurobanken een vraag naar U.S. dollars, die een fractie bedraagt van het balanstotaal. De Eurodollarmarkt veroorzaakt echter ook een additioneel aanbod van dollars enerzijds en een geringere behoefte aan dollars buiten de V.S. anderzijds. Hiervoor zijn twee categorieën Eurodollardeposito's van betekenis namelijk de Eurodollars die worden aangehouden door U.S. ingezetenen en de Eurodollars in handen van niet-ingezetenen (exclusief monetaire autoriteiten) van de V.S., die een substituut zijn voor U.S. dollars. Indien ingezetenen van de V.S. Eurodollardeposito's vormen worden dollars overgeheveld naar niet-ingezetenen. Ten dele leiden deze tot een additionele niet-officiële vraag naar dollars, zoals in de voorgaande alinea is aangegeven; voor het overige gedeelte zullen deze dollars echter afvloeien naar de monetaire autoriteiten. Indien Eurodollars een substituut zijn voor U.S. dollars, dan impliceert dit een geringere behoefte aan U.S. dollars voor eenzelfde bedrag. De betreffende Eurodollars genereren echter een vraag naar U.S. dollars bij het Eurobankwezen en diens kredietnemers voor een fractie van dit bedrag. Het restant zal echter afvloeien naar de monetaire autoriteiten en dus het officiële dollarbezit doen toenemen. Welke invloed de Eurodollarmarkt heeft op de positie van de dollar is geheel afhankelijk van de feitelijke waarde van de gecreëerde vraag naar en van het opgewekte aanbod van dollars buiten de V.S. tot op het moment dat men deze positie wil aangeven. Indien de door de Eurodollarmarkt gecreëerde behoefte aan dollars geringer is dan het geïnduceerde aanbod van dollars buiten de V.S. resulteert dit in een grotere omvang der U.S. verplichtingen aan buitenlandse monetaire autoriteiten. De Eurodollarmarkt is dan dus verantwoordelijk voor een verzwakking van de positie van de dollar. (In het omgekeerde geval echter heeft de Eurodollarmarkt natuurlijk tot gevolg dat de positie van de dollar wordt versterkt). Een cijfervoorbeeld moge het voorgaande nog eens verduidelijken. Veronderstel dat de Eurodollardeposito's in handen van U.S. ingezetenen een omvang van 50 hebben, Eurodollars in handen van niet-ingezetenen die een substituut zijn voor U.S. dollars eveneens een waarde van 50 en de overige Eurodollars een waarde van 100 bezitten. Het Eurobankwezen houdt een kaspercentage van 10 aan en de vraag naar dollars die verbonden is met het debiteurenbestand van de Eurobanken is nihil. De vorming van de bedoelde Eurodollardeposito's ad 200, de kredietverlening die daardoor mogelijk is en de afvloeiing van

dollars naar de monetaire autoriteiten zal gepaard gaan met de onderstaande balansmutaties.

D	U.S. bankwezen	C	D	Eurobanken	C
	tegoeden van ingezetenen — 50		tegoeden bij U.S. banken + 20	Eurodollar- deposito's + 200	
	tegoeden van niet- ingezetenen — 50		debiteuren + 180		
	tegoeden van Eurobanken + 20				
	tegoeden van monetaire autoriteiten + 80				

De kortlopende U.S. verplichtingen aan de buitenlandse monetaire autoriteiten vertonen een toename van 80 als gevolg van de verschillende transacties. Het officiële dollarbezit is dan ook groter dan bij de afwezigheid van de Eurodollarmarkt het geval zou zijn geweest. Men kan dan ook stellen dat (in dit cijfervoorbeeld) de Eurodollarmarkt de positie van de dollar heeft verzwakt.

#### *De invloed op de omvang der internationale monetaire reserves*

In de vorige paragraaf is aangegeven op welke wijze het bestaan van de Eurodollarmarkt een invloed uitoefent op de kortlopende U.S. verplichtingen aan de monetaire autoriteiten. Daarmee heeft de Eurodollarmarkt tevens eenzelfde invloed op de officiële monetaire reserves in de wereld. De Eurodollarmarkt echter heeft daarnaast een indirecte invloed op deze reserves. Voor individuele centrale banken is er een hoge mate van substitueerbaarheid tussen dollars en Eurodollars. In de praktijk houden vele centrale banken hun deviezenreserves dan ook gedeeltelijk aan in de vorm van Eurodollars. Voor de individuele centrale banken die een Eurodollardeposito vormen, vindt er alleen een vervanging van dollars door Eurodollars plaats. De dollars die bij de Eurobanken terecht komen zullen echter afvloeien, voor zover deze niet gebonden worden als kasreserve bij het Eurobankwezen, naar dezelfde of naar andere monetaire autoriteiten. Het resultaat hiervan is dan ook een toename van de officiële reserves, die in dollars luiden, met een bedrag dat gelijk is aan de aangehouden Eurodollardeposito's minus de binding van dollars bij het Eurobankwezen als kasreserve. Deze toename van dollarreserves leidt uiteraard niet tot een toename van de U.S. verplichtingen aan de buitenlandse monetaire autoriteiten. Een cijfervoorbeeld

moge dit illustreren. Indien monetaire autoriteiten Eurodollardeposito's vormen voor een bedrag ad 100, en de Eurobanken houden een kaspercentage van 10 aan, dan resulteren de onderstaande balansmutaties, indien de Eurobanken hun kredietpotentieel ook volledig benutten.

D	U.S. banken	C	D	Eurobanken	C
	tegoeden van monetaire autoriteiten — 100		tegoeden bij U.S. banken + 10	Eurodollars + 100	
	tegoeden van Eurobanken + 100		debiteuren + 90		
			D	Monetaire autoriteiten	C
	tegoeden van Eurobanken — 90		tegoeden bij U.S. banken — 10	bankbiljetten/ tegoeden van algemene banken + 90	
	tegoeden van monetaire autoriteiten + 90		tegoeden bij Eurobanken + 100		

De belegging van dollarreserves in Eurodollars ad 100 doet per saldo de vorderingen van de monetaire autoriteiten op de V.S. slechts dalen met 10, vanwege de binding van U.S. dollars bij de Eurobanken, maar resulteert in een toename van de officiële reserves ad 90. Op deze wijze biedt de Eurodollarmarkt een additionele mogelijkheid voor de creatie van internationale liquiditeiten. En van deze mogelijkheid is in het verleden op grote schaal gebruik gemaakt, zoals moge blijken uit de appendix.

Als conclusie van deze paragraaf kan gesteld worden dat de Eurodollarmarkt een invloed heeft op de positie van de dollar zoals deze wordt aangegeven door de verhouding tussen de U.S. reserves en de kortlopende verplichtingen van de V.S. aan buitenlandse monetaire autoriteiten. In welke richting deze invloed gaat is niet a priori gegeven. De Eurodollarmarkt genereert enerzijds een behoefte aan U.S. dollars maar is tevens een oorzaak voor een groter aanbod c.q. geringere behoefte aan U.S. dollars buiten de V.S. Door de eerstgenoemde factor resulteert een versterking van de dollar. De twee andere factoren leiden echter tot een verzwakking van de dollar. Vanuit dit oogpunt heeft de Eurodollarmarkt tevens een positieve of negatieve invloed op de hoeveelheid internationale liquiditeiten. Een meer indirecte, doch steeds positieve invloed op de omvang der internationale monetaire reserves is aanwezig voor zover monetaire autoriteiten hun deviezenreserves aanhouden in de vorm van Eurodollars. Zonder het bestaan van de Eurodollarmarkt zouden deze invloeden echter niet denkbaar zijn.

## APPENDIX

### *Enkele kwantitatieve gegevens over de Eurodollarmarkt.*

In deze appendix zullen enkele cijfermatige gegevens met betrekking tot een gedeelte van de Eurodollarmarkt worden gegeven. Alle waardebedragen luiden in miljarden U.S. dollars.

A) Verplichtingen in vreemde valuta in miljarden U.S. dollars van de banken der navolgende landen: België, Frankrijk, Italië, West-Duitsland, Luxemburg, Nederland, Zweden, Zwitserland, Engeland, de Bahama's, Canada, Japan en Singapore:

per ultimo 1972 <sup>8)</sup>	195
per ultimo 1973 <sup>8)</sup>	300

Exclusief de kredietverlening tussen de Eurobanken in de genoemde landen bedroegen deze verplichtingen:

per ultimo 1972 <sup>8)</sup>	105
per ultimo 1973 <sup>8)</sup>	150

Het dollaraandeel in de bovengenoemde verplichtingen bedroeg op het einde van het jaar 1973 ongeveer 72%. <sup>8)</sup>

B) Externe verplichtingen per ultimo 1972 in vreemde valuta (in miljarden U.S. dollars) van de banken in de navolgende landen: België, Frankrijk, Italië, West-Duitsland, Luxemburg, Nederland, Zweden, Zwitserland en Engeland <sup>9)</sup>:

131,9	
waarvan in dollars <sup>10)</sup> (73%)	96,7

Kredietverlening tussen de Eurobanken der genoemde landen onderling

40,9

Netto-omvang van de Eurovalutamarkt in de bedoelde landen <sup>11)</sup>

91,0

waarvan in dollars (73%)

66,4

---

<sup>8)</sup> *World Financial Markets*. Morgan Guaranty Trust of New York, April 23, 1974, blz. 8.

<sup>9)</sup> Bank for International Settlements, *Forty-Third Annual Report*, 1972-1973, Bazel, 1973, blz. 157.

<sup>10)</sup> Bank for International Settlements, 1973, blz. 159.

<sup>11)</sup> Bank for International Settlements, 1973, blz. 167.

Het bedrag ad 66,4 per ultimo 1972 is als volgt verdeeld:

Tegoeden bij Eurobanken:

van monetaire autoriteiten <sup>12)</sup>	14,6
van U.S. ingezetenen <sup>13)</sup>	6,9
van overige houders <sup>14)</sup>	44,9

Vorderingen van de Eurobanken op

U.S. ingezetenen <sup>15)</sup> 9,6

De minimale omvang van de Eurodollardeposito's die een substituut vormen voor een belegging op de U.S. geldmarkt bedraagt, zoals uit de cijfers blijkt, 21,5 miljard dollar. Het zijn met name deze deposito's waaraan in monetair opzicht een belangrijke betekenis toegekend moet worden. Deze vergroten het dollaraanbod buiten de V.S. met eenzelfde bedrag. De overige Eurodollardeposito's ad 44,9 zijn dan deposito's die worden aangehouden door algemene banken (belegging van vrije kasreserves) en zijn verder een substituut voor deposito's in andere valuta's dan de dollar. Een kwantificering van beide categorieën is echter niet direct mogelijk. In het onderstaande is dan ook alleen de richting van de balansmutaties, die deze deposito's veroorzaken, aangegeven. De vorderingen van het Eurobankwezen op de V.S. bedragen 9,6 miljard dollar. Dit is een (globale) indicatie voor de gegenereerde vraag naar dollars door het Eurobankwezen als kasreserve tegenover de Eurodollardeposito's ad 66,4 miljard. Als we ervan uitgaan dat de eerder genoemde minimumwaarde van 21,5 van de deposito's die beschouwd kunnen worden als een substituut voor U.S. dollars relevant is, dan heeft de vorming van de deposito's en de kredietverlening tot de onderstaande balansmutaties geleid in de periode tot eind 1972.

D	U.S. bankwezen	C	D	monetaire autoriteiten	C
	tegoeden van monetaire autoriteiten — 14,6		tegoeden bij U.S. banken — 14,6		
	tegoeden van U.S. ingezetenen — 6,9		tegoeden bij Eurobanken + 14,6		
	tegoeden van Eurobanken + 9,6		tegoeden bij U.S. banken + 11,9	bankbiljetten/ tegoeden van algemene banken + 11,9	
	tegoeden van monetaire autoriteiten + 11,9				

<sup>12)</sup> International Monetary Fund, *Annual Report*, 1973, tabel 13, blz. 39.

<sup>13)</sup> Bank for International Settlements, 1973, blz. 167.

<sup>14)</sup> Sluitpost.

<sup>15)</sup> Bank for International Settlements, 1973, blz. 167.



D		Eurobanken		C
tegoeden bij U.S. banken	+ 9,6	Eurodollardeposito's:		
		a) van centrale banken		+ 14,6
debiteuren	+ 56,8	b) van U.S. ingezetenen		+ 6,9
		c) overige houders		+ 44,9

D		algemene banken		C
kas/tegoeden bij centrale banken	+ 11,9	crediteuren	+	→
kas	—			→
				} samen voor 11,9
kas/tegoeden bij centrale bank	—	crediteuren	+	
tegoeden bij Eurobanken	+			→
				samen voor 44,9
debiteuren	—	deposito's in binnenlandse valuta	—	↑

Uit de balansmutaties blijkt dat tot ultimo 1972:

a) De monetaire autoriteiten buiten de V.S. werden gedwongen tot de creatie van basisgeld tot een bedrag van 11,9 miljard dollar. Dit heeft geleid tot een vergroting van het kredietpotentieel buiten de V.S. zowel bij het Eurobankwezen als bij het algemene bankwezen met een bedrag dat hier niet gespecificeerd is. De totale vergroting van het kredietpotentieel is in elk geval een veelvoud van het bedrag ad 11,9 miljard dollar.

b) Een kredietpotentieel van 44,9 miljard dollar zou (bij benadering) echter ook beschikbaar zijn bij afwezigheid van de Eurodollarmarkt. Door het bestaan van de Eurodollarmarkt is dit potentieel echter ten dele in een andere vorm beschikbaar en wordt dit potentieel waarschijnlijk voor een groter gedeelte benut.

c) De positie van de U.S. dollar per ultimo 1972 is door het bestaan van de Eurodollarmarkt verbeterd. De U.S. verplichtingen aan buitenlandse monetaire autoriteiten hebben een omvang van 11,9 miljard dollar. Bij afwezigheid van de Eurodollarmarkt zouden deze echter een omvang van 14,6 miljard dollar hebben.

d) De hoeveelheid internationale liquiditeiten is toegenomen en wel met een bedrag van 11,9 miljard dollar.

De gegeven conclusies zijn gebaseerd op de veronderstelling dat de feitelijke waarde van de deposito's die een substituut zijn voor een belegging op de U.S. geldmarkt inderdaad 21,5 miljard is. Het is echter zeer waarschijnlijk dat ook het bedrag Eurodollars ad 44,9 miljard gedeeltelijk een substituut is voor een belegging op de U.S. geldmarkt, gezien de belangrijke functie van de U.S. dollar in de financiering van het internationale goederen-, diensten- en kapitaalverkeer. Voor zover dit ook in feite het geval is, is de invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel groter dan onder a) is aangegeven. In dat geval is eveneens de invloed van de Eurodollarmarkt op de positie van de dollar minder gunstig dan onder c) is geconcludeerd en is de invloed op de hoeveelheid internationale reserves groter dan onder d) naar voren komt.